

富春股份 (300299)

公司研究/点评报告

利润重回增长轨道，新游开局超预期，全年业绩可期

—富春股份 2020 年三季度报点评

点评报告/传媒

2020 年 10 月 29 日

一、事件概述

公司 10 月 28 日晚发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 3.04 亿元，同比下降 13.73%，实现归母净利润 0.68 亿元，同比增长 184.54%；单季度看，三季度单季实现营收 0.91 亿元，同比下降 22.10%，归母净利润 0.51 亿元，同比增长 1213.35%，扣非归母净利润 0.05 亿元，同比增长 22.65%。归母净利润同比高增主要为收到上海力珩所欠公司业绩补偿款 4,437.03 万元所致。

二、分析与判断

➤ 新旧产品周期转换导致营收下滑，销售费用下降利润重回增长轨道

公司三季度实现营收 0.91 亿元，同比下降 22.10%，我们认为主要由于公司游戏产品周期正处于新旧转换阶段，随着《仙境传说 RO：新世代的诞生》的上线，公司游戏业务收入将大幅提升。公司三季度单季度实现扣非归母净利润 0.05 亿元，同比增长 22.65%，二季度单季度则亏损 0.01 亿元，在削减了处于下降周期的游戏产品推广营销费用后，公司重新回到了利润增长轨道。费用端：公司 Q3 销售费用率 9.8%，同比下降 9.8%，主要由于推广营销费用减少所致；管理费用率 10.9%、财务费用率 5.9%均与去年同期基本持平，费用管控情况良好。

➤ 新游上线两周持续霸榜，后续东南亚地区表现值得期待

《仙境传说 RO：新世代的诞生》10 月 15 日上线以来表现超出预期，始终稳居台湾畅销榜和免费榜双榜榜首，香港地区和澳门地区也基本保持在畅销榜冠军和免费榜前三的位置。我们认为游戏上线以来的卓越表现证明了该款游戏的品质，也证明了字节跳动海外发行的实力，作为重度手游，其生命周期较长，有望长期为公司贡献利润。而从心动公司此前发行的同 IP 游戏数据，东南亚地区市场作为最大的市场地区，其规模是港澳台市场 2 倍左右，看好后续上线东南亚地区的流水表现。长期看，看好公司作为拥有优质 IP 的内容方和字节跳动进一步开展合作，围绕《仙境传说》持续打造精品，重塑公司价值。

➤ 通信业务向通信网络 EPC 总包拓展初现成效

公司 10 月 19 日公告称，中标中国联通固网产品线路设备移、技改类总承包招标项目，标段金额 5000 万左右。该项目为通信网络规划设计、工程一体化技术服务，本次中标展示了公司通信业务向通信网络 EPC 总包转型的成果。随着 5G 大规模建设的开展，公司通信业务有望稳步提升业务规模，为进一步夯实公司业务基本面提供保障。

三、投资建议

公司通信业务方面：已经迎来行业高景气周期，未来将有望保持稳步增长；游戏业务方面，看好字节跳动首款海外重度游戏代理和《仙境传说》这一经典 IP 双重加持的产品业绩空间。我们认为，公司 20-22 年将实现归母净利润 1.19/4.13/4.71 亿元，对应 PE 54X/16X/14X。对标同类游戏公司 21 年 PE 中值为 17 X，通信技术服务可比公司 21 年 PE 中值为 40 X，公司具备估值优势，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外游戏业务拓展不及预期；海外互联网政策风险；通信技术服务订单数量及规模不及预期。

推荐

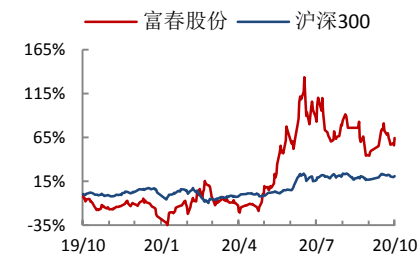
维持评级

当前价格： 9.24 元

交易数据 2020-10-28

| | |
|-----------------|------------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 13.15/3.65 |
| 总股本(百万股) | 691.23 |
| 流通股本(百万股) | 615.26 |
| 流通股比例(%) | 89% |
| 总市值(亿元) | 63.87 |
| 流通市值(亿元) | 56.85 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001

电话： 010-85127513

邮箱： liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号： S0100518110001

电话： 010-85127513

邮箱： zhongqi@mszq.com

相关研究

- 1.【民生传媒】富春股份：新游上线登顶畅销榜首，底部逆境反转

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|----------|---------|--------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 468 | 696 | 1,145 | 1,320 |
| 增长率 (%) | -15.8% | 48.7% | 64.6% | 15.2% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | (561) | 119 | 413 | 471 |
| 增长率 (%) | -1067.2% | -121.3% | 246.7% | 14.0% |
| 每股收益 (元) | (0.78) | 0.17 | 0.60 | 0.68 |
| PE (现价) | (11.8) | 53.6 | 15.5 | 13.6 |
| PB | 13.1 | 10.7 | 6.3 | 4.3 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 468 | 696 | 1,145 | 1,320 |
| 营业成本 | 209 | 301 | 343 | 429 |
| 营业税金及附加 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 销售费用 | 120 | 132 | 166 | 181 |
| 管理费用 | 55 | 70 | 86 | 99 |
| 研发费用 | 78 | 117 | 148 | 145 |
| EBIT | 5 | 73 | 400 | 461 |
| 财务费用 | 26 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | (733) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 251 | 45 | 0 | 0 |
| 营业利润 | (527) | 118 | 400 | 461 |
| 营业外收支 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | (530) | 118 | 400 | 461 |
| 所得税 | 31 | (1) | (14) | (10) |
| 净利润 | (561) | 119 | 413 | 471 |
| 归属于母公司净利润 | (561) | 119 | 413 | 471 |
| EBITDA | 18 | 73 | 400 | 461 |

| 资产负债表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 162 | 525 | 361 | 1256 |
| 应收账款及票据 | 203 | 333 | 539 | 609 |
| 预付款项 | 41 | 69 | 75 | 92 |
| 存货 | 6 | (3) | 7 | (0) |
| 其他流动资产 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 流动资产合计 | 855 | 1234 | 1799 | 2450 |
| 长期股权投资 | 113 | 158 | 158 | 158 |
| 固定资产 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 无形资产 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 非流动资产合计 | 565 | 410 | 410 | 410 |
| 资产合计 | 1420 | 1643 | 2208 | 2860 |
| 短期借款 | 209 | 209 | 209 | 209 |
| 应付账款及票据 | 173 | 196 | 243 | 313 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 733 | 830 | 982 | 1162 |
| 长期借款 | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 其他长期负债 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 非流动负债合计 | 179 | 179 | 179 | 179 |
| 负债合计 | 912 | 1009 | 1161 | 1341 |
| 股本 | 711 | 691 | 691 | 691 |
| 少数股东权益 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 股东权益合计 | 508 | 608 | 1021 | 1492 |
| 负债和股东权益合计 | 1420 | 1643 | 2208 | 2860 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|----------|---------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | -15.8% | 48.7% | 64.6% | 15.2% |
| EBIT 增长率 | -94.6% | 1364.4% | 446.8% | 15.4% |
| 净利润增长率 | -1067.2% | -121.3% | 246.7% | 14.0% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 55.3% | 56.8% | 70.1% | 67.5% |
| 净利润率 | -119.9% | 17.1% | 36.1% | 35.7% |
| 总资产收益率 ROA | -39.5% | 7.3% | 18.7% | 16.5% |
| 净资产收益率 ROE | -112.3% | 19.9% | 40.8% | 31.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.2 | 1.5 | 1.8 | 2.1 |
| 速动比率 | 1.2 | 1.5 | 1.8 | 2.1 |
| 现金比率 | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 1.2 |
| 资产负债率 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 184.7 | 187.2 | 182.8 | 184.9 |
| 存货周转天数 | 4.8 | 1.6 | 2.2 | 2.9 |
| 总资产周转率 | 0.3 | 0.5 | 0.6 | 0.5 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | (0.8) | 0.2 | 0.6 | 0.7 |
| 每股净资产 | 0.7 | 0.9 | 1.5 | 2.1 |
| 每股经营现金流 | (0.1) | 0.2 | (0.2) | 1.3 |
| 每股股利 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | (11.8) | 53.6 | 15.5 | 13.6 |
| PB | 13.1 | 10.7 | 6.3 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 69.7 | 33.1 | 11.8 | 9.2 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表 (百万元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | (561) | 119 | 413 | 471 |
| 折旧和摊销 | 650 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | 98 | 82 | (577) | 425 |
| 经营活动现金流 | (89) | 156 | (164) | 896 |
| 资本开支 | 101 | (207) | 0 | 0 |
| 投资 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | (87) | 207 | 0 | 0 |
| 股权募资 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | (33) | 0 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | (209) | 363 | (164) | 896 |

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。